

# 奇信股份 (002781)

证券研究报告

2017年05月19日

## 经营思路转变，多领域布局齐头并进，业绩有望回升

### 行业竞争加剧，民营企业激进扩张是当下占优策略

目前行业面临市场容量吃紧、竞争加剧的背景下，民企面临两项选择，要么保守发展以求经营质量的稳定，要么在市场下行中积极接单，逆势扩张，但同样需要承担后期回款或运营资本管理难度加大的风险。对于行业内民营企业而言，在建筑行业景气度下降的情况下，大力承接政府项目或结合其他手段逆势扩张是民营企业当下占优策略。

### 经营思路发生重大转变，深入绑定地产大客户，业绩有望快速提升

公司与星河地产成立合资公司信合建筑，约定成立初期合资公司将承接星河集团的精装修业务，自合资公司成立之日起首个自然年内，年产值暨主营业务不低于10亿元（占公司收入30.4%），未来五年内每年增长不低于10%。由于公司在合资公司中持股51%且董事占多数，预计收入将纳入公司合并报表中，对公司业绩将产生积极影响。公司在经营思路上发生重大转变，公司规模有望得到快速扩张，未来不排除与其他地产商设立类似公司的可能。

### 奇π品牌发布、小π机器人首次亮相，打造装饰物联网第一品牌

2017年2月，奇信股份增资扩股引入敢为软件战略投资升级智能化，突破信息共享瓶颈，逐步向智慧城市综合运营商拓展；同年3月，公司“装饰物联网战略暨奇π品牌发布会”在深圳前海国际会议中心成功举办，公司战略全面升级，小π机器人首次亮相成发布会亮点，致力于打造装饰物联网第一品牌。

### 多领域投资布局完善产业链，承接多项研发专题快速切入新材料

公司深耕主业，同时在海外、高端定制、智能化、新材料上都有所探索。在海外已承接多个项目；积极承担12项节能环保型新材料（如甲醛封闭剂）、新工艺和新产品的研究课题，加大新材料的合作研发和应用推广快速切入新材料。

### 投资建议

公司借助“一带一路”拓展海外业务；巩固现有合作房地产商同时进一步开拓合作方资源引进高端楼盘；借助互联网实施“智慧+工程”，增资扩股引入敢为软件战略投资升级智能化，致力于打造装饰物联网第一品牌；合资成立信通供应链；与前海四海新材料投资基金管理公司成立藤信投资，力图寻找相关并购标的。公司积极需求转变欲逆势扩张。预计2017-2019年EPS分别为0.71、0.96、1.17元，对应PE分别为39、29、24倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**固定资产投资增速持续下滑；新业务推进不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,340.19	3,289.67	4,276.76	5,345.96	6,414.27
增长率(%)	4.19	(1.51)	30.01	25.00	19.98
EBITDA(百万元)	269.84	211.12	313.78	421.60	519.15
净利润(百万元)	130.35	108.75	159.76	214.98	262.38
增长率(%)	(12.49)	(16.57)	46.90	34.57	22.05
EPS(元/股)	0.58	0.48	0.71	0.96	1.17
市盈率(P/E)	47.95	57.47	39.13	29.07	23.82
市净率(P/B)	4.10	3.83	3.49	3.12	2.76
市销率(P/S)	1.87	1.90	1.46	1.17	0.97
EV/EBITDA	29.85	35.92	21.37	17.31	13.99

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.40元
目标价格	35元
上次目标价	35元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	225.00
流通A股股本(百万股)	92.44
A股总市值(百万元)	6,232.50
流通A股市值(百万元)	2,560.67
每股净资产(元)	7.45
资产负债率(%)	53.98
一年内最高/最低(元)	51.49/26.51

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《奇信股份-公司点评:深入绑定星河地产，经营思路发生重大转变》 2017-05-09
- 《奇信股份-首次覆盖报告:多领域布局，转型升级呼之欲出，未来业绩有望提速》 2017-04-28

## 内容目录

1. “装智一体化”全面发力综合性装饰公司 .....	4
1.1. 公装与精装同步发展，业务“触网”升级 .....	4
1.2. 公司股权结构集中，叶氏家族拥有公司 58.92% 股权 .....	4
2. 建筑装饰行业——整体稳中有进，细分市场面临深刻变革 .....	5
2.1. 建筑装饰行业简介 .....	5
2.2. “大市场、小企业”的竞争格局仍将长期持续 .....	5
2.3. 装修行业细分市场悄然变化，“互联网+”、“一带一路”成行业亮点 .....	6
2.3.1. 公装市场增速放缓，细分市场需求增长 .....	6
2.3.2. 家装市场潜力十足，全装修政策逐步推进 .....	7
2.3.3. “互联网+传统装饰”成行业亮点 .....	9
3. 公司战略——绑定地产大客户，战略升级，打造装饰物联网第一品牌 .....	9
3.1. 经营思路发生重大转变，深入绑定地产大客户，业绩有望快速提升 .....	9
3.2. 奇 π 品牌发布、小 π 机器人首次亮相，打造装饰物联网第一品牌 .....	11
3.2.1. “装饰物联网”融合传统装饰和智能，实现信息共享 .....	11
3.2.2. 抢占装饰物联网业务先机，或引领行业方向逆势上扬 .....	11
3.2.3. 增资扩股升级智能化，打造“感知、互联、智慧”装饰物联网 .....	11
3.3. 多领域投资布局完善产业链，承接多项研发专题快速切入新材料 .....	13
3.4. 标准化、规范化管理结合信息化技术，提高企业运转效率 .....	13
3.5. 与印度尼西亚 Best&Grow 集团签署战略合作协议，加速战略落地 .....	14
4. 公司财务分析 .....	15
4.1. 营业收入小幅下滑，2017 财务预算预计实现营收 43 亿元 .....	15
4.2. 整体毛利率稳定，随业务转型升级高毛利有望持续 .....	16
4.3. 流动负债占比大，资产负债率处行业中下水平 .....	17
4.4. 公司系快速成长期，现金流净额下降 .....	18
5. 投资建议 .....	18
6. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1：公司营业收入（亿元）和毛利率 .....	4
图 2：2016 年公司各项业务收入占比 .....	4
图 3：公司营业收入规模较行业上市公司适中 .....	4
图 4：2017 年公司股权关系图（含控股和参股） .....	5
图 5：建筑装饰行业产业链 .....	5
图 6：建筑装饰行业总产值概况，行业产值增速略高于 GDP 增速 .....	6
图 7：建筑装饰行业企业数量 .....	6
图 8：上市公司行业集中度 .....	6
图 9：公装产值增速随固定资产投资增速放缓而放缓 .....	7
图 10：住宅装修工程总产值回升 .....	7

图 11: 全装修市场增长潜力十足 .....	8
图 12: 广田集团营收及来源于大客户恒大的收入占比情况 .....	10
图 13: 合资公司设立情况概览 .....	10
图 14: 公司主营业务战略 .....	11
图 15: 奇信智能化业务板块概览 .....	12
图 16: 奇信股份 “装饰物联网战略暨奇 π 品牌发布会” .....	12
图 17: 奇信股份 “装饰物联网战略暨奇 π 品牌发布会” .....	12
图 18: 公司 “项目策控管理模式” .....	14
图 19: 营销网络 .....	15
图 20: 2016 年公司业务区域分布情况 ( 亿 ) .....	15
图 21: 公司整体发展战略 .....	15
图 22: 公司营业收入小幅下滑 .....	16
图 23: 公司收入规模在同行业上市公司中相对较小 .....	16
图 24: 公共建筑装饰、住宅精装修占营收比例 .....	16
图 25: 2016 年公司各业务营业收入占比 .....	16
图 26: 公司历年毛利率 .....	17
图 27: 2016 年上市公司公共装修毛利率 .....	17
图 28: 2016 年上市公司住宅装修毛利率 .....	17
图 29: 2016 年上市公司负债占比 .....	17
图 30: 2016 年上市公司流动负债占比 .....	17
图 31: 2016 年上市公司三项费用率 .....	18
图 32: 2016 年上市公司资产负债率 .....	18
图 33: 2016 年公司收现比与同行比较 .....	18
图 34: 2016 年公司付现比与同行比较 .....	18
表 1: 全装修政策汇总 .....	8
表 2: 上市公司互联网家装品牌名称及特色 .....	9
表 3: 公司技术研发战略发展方向 .....	13

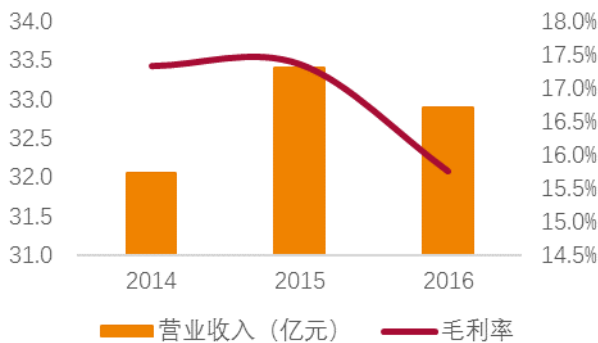
## 1. “装智一体化”全面发力综合性装饰公司

### 1.1. 工装与精装同步发展，业务“触网”升级

深圳市奇信建设集团股份有限公司（以下简称“奇信股份”）是一家以建筑装饰设计与施工为主营业务的综合性集团公司，公司成立于1995年，2015年12月在A股上市，2016年公司实现营业收入32.90亿元，净利润1.09亿元。公司营业收入主要来源于公共装饰和住宅精装修业务，此外还有设计业务、智能工程、材料销售业务。

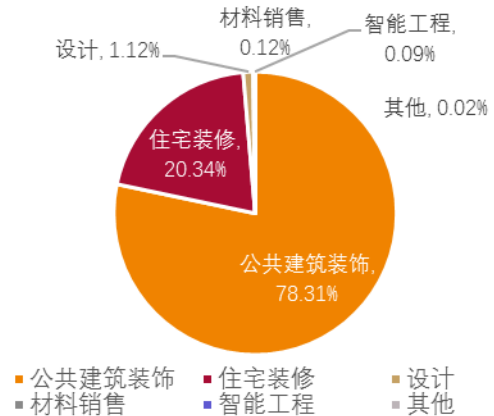
公司营业收入规模相对于行业上市公司较小，与全筑股份、东易日盛、洪涛股份相当。

图 1：公司营业收入（亿元）和毛利率



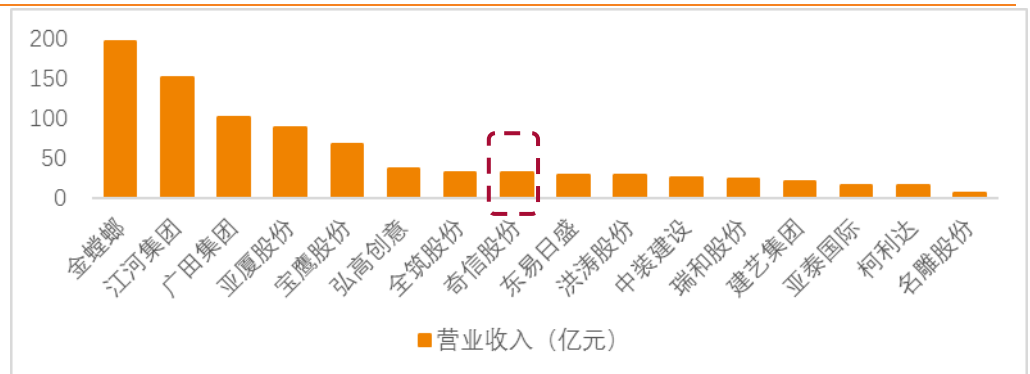
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016 年公司各项业务收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司营业收入规模较行业上市公司适中



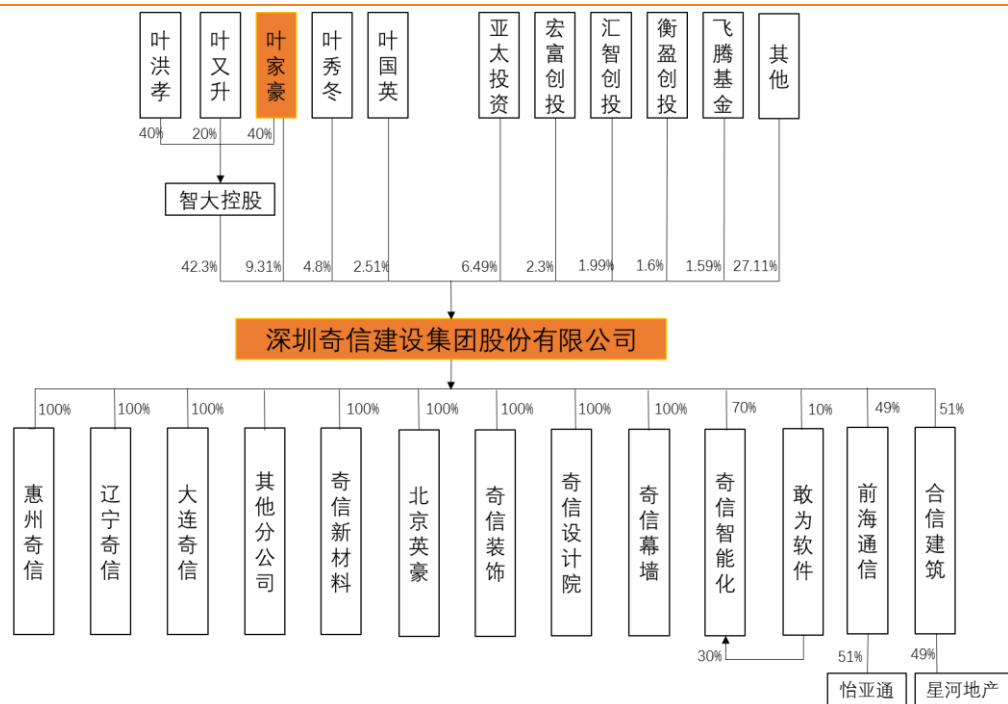
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 公司股权结构集中，叶氏家族拥有公司 58.92% 股权

公司控股股东深圳市智大投资控股有限公司，2015 年首次发行新股后，持股比例由原先 56.64% 变更为 42.3%。公司股权集中度仍较高，有利于提高决策效率。

公司目前股本为 22500 万股，其中已流通股份为 9244 万股，流通受限股为 13256 万股。此外，公司闲置募集资金用于购买银行保本型理财产品金额为 4500 万元。

图 4：2017 年公司股权关系图（含控制和参股）



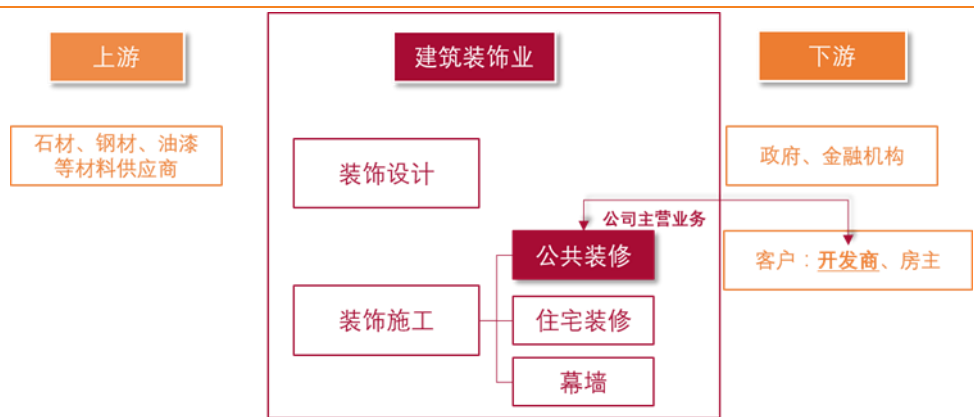
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 建筑装饰行业——整体稳中有进，细分市场面临深刻变革

### 2.1. 建筑装饰行业简介

根据中国证监会行业分类，公司属建筑装饰行业。建筑装饰业为我国建筑行业二级分类中的一个分支，根据建筑物使用性质不同又可以进一步细分为建筑幕墙（外装）、公共建筑装饰（内装）、住宅装修。公司主营业务为公共建筑装饰和住宅精装修，公共建筑装饰指通过建筑装饰设计和施工来保护公共建筑的主体结构、完善其使用功能并美化其室内外空间的过程；住宅装修主要是针对房地产商开发楼盘的整体装修业务，即住宅全装修。住宅全装修是指通过一体化设计、产品配套部品生产、专业化施工、系统化管理、网络化服务等，提供住宅装修整体解决方案，与住宅建筑体系配套。即开发商在交付前，住宅内所有功能设施完备，达到拎包入住状态。

图 5：建筑装饰行业产业链



资料来源：天风证券研究所

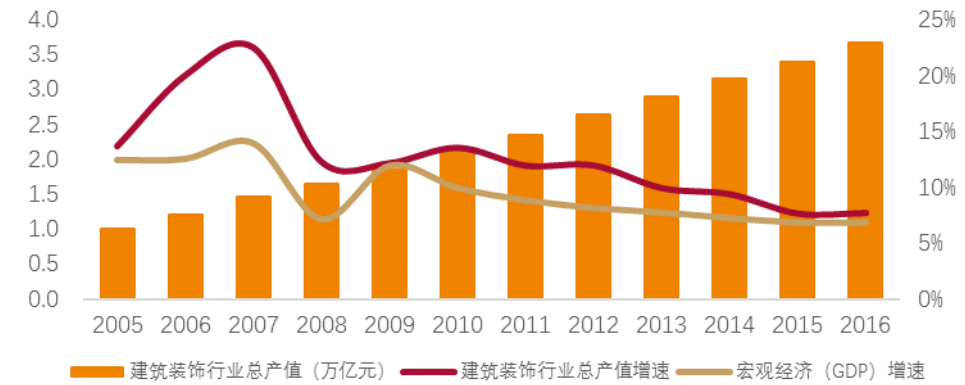
### 2.2. “大市场、小企业”的竞争格局仍将长期持续

2017 年 5 月 4 日中国行业装饰协会发布《2016 年度中国建筑装饰行业发展报告》，报告指出我国建筑装饰行业完成工程总产值 3.66 万亿元，同比增加 7.5%，超宏观经济增速 0.8 个百分点；其中公共建筑装饰全年完成工程总产值 1.88 万亿元，同比增长 8%左右；

住宅装修装饰全年完成工程总产值 1.78 万亿元，同比增长 7.2%。全行业平均利润率为 1.9% 左右，比 2015 年下降了 0.1 个百分点。

2016 年尽管行业发展难度较大，但是由于我国建筑行业基数大，装修改造比例高，市场整体仍处于扩张中，有一定增速。

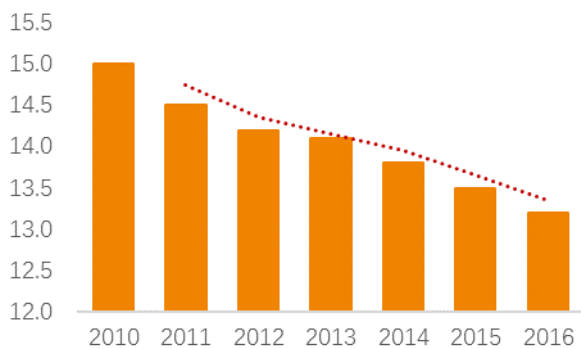
图 6：建筑装饰行业总产值概况，行业产值增速略高于 GDP 增速



资料来源：wind、天风证券研究所

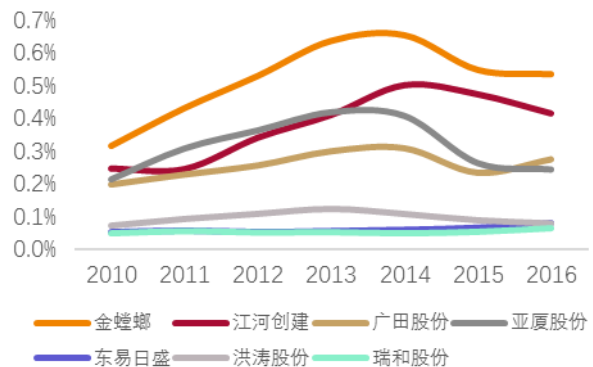
从企业数量上来看，2016 年全行业企业数量约为 13.2 万家，较去年减少 2.22%，企业数量基本较为稳定。尽管建筑装饰行业市场广阔，但行业集中度仍较低，2016 年营收第一的金螳螂也仅占行业市场份额的 0.54%且近三年来呈下降趋势，短期内“大市场、小企业”的竞争格局不会发生大变化。

图 7：建筑装饰行业企业数量



资料来源：《2015 中国建筑年鉴》，中国建筑装饰协会，天风证券研究所

图 8：上市公司行业集中度



资料来源：Wind，天风证券研究所

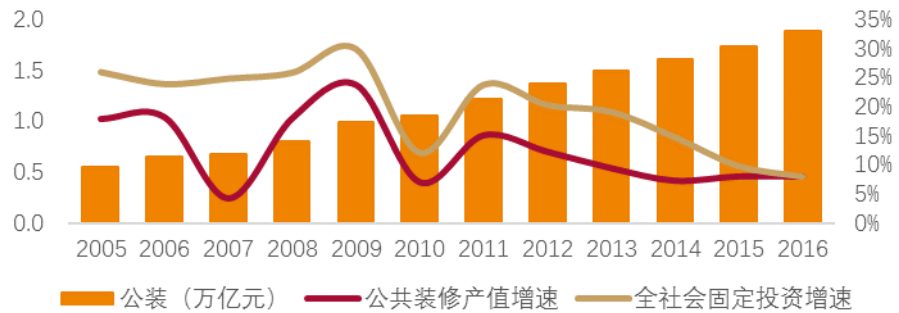
### 2.3. 装修行业细分市场悄然变化，“互联网+”、“一带一路”成行业亮点

根据行业协会数据统计，公共建筑装修装饰工程总产值 2005-2016 年年均复合增长率为 5.91%；住宅装修装饰全年完成工程总产值 2005-2016 年住宅装修工程总产值年均复合增值率达 10.56%。建筑装饰行业细分市场正经历一场变革。

#### 2.3.1. 公装市场增速放缓，细分市场需求增长

2016 年宏观经济增速放缓，固定资产投资增速下降，新建大型公共建筑装修业务大幅减少，但由于受建筑节能窗拉动，建筑幕墙完成工程总值 3500 亿元，同比增长 9.4%；2016 年既有建筑的节能减排装修改造工程、旧住宅的改造性装修工程、既有公共建筑改变使用功能的改造性装修工程等装修改造工程产值达 8500 亿元，同比增长 6.25%。

图 9：公装产值增速随固定资产投资增速放缓而放缓



资料来源：Wind，《2015 中国建筑业年鉴》，中国建筑装饰协会，天风证券研究所

另外，装饰公司紧抓“一带一路”契机拓展海外业务，2016 年装饰行业总体境外工程产值达 550 亿元，同比增长 66.67%，工程所在国数量也相应有一定的增长。据不完全统计数据显示，2017 年现有的工程合同额就已经超过 2016 年实现的工程产值，增长幅度达到 20% 以上。预计 2017 年境外工程产值将比 2016 年增长 70% 以上，全年境外工程产值有望突破千亿元。

2017 年 5 月于北京召开“一带一路”峰会，将有望推动我国与沿线多国的合作顺利进行，加速相关订单的签订和生效，跟随建筑央企“走出去”步伐，建筑装饰企业或独立承揽海外工程项目，建立海外合作关系，以及相关政策性金融机构对民企同步开放优惠政策等，为建筑装饰行业带来了新的市场机遇。

其次，随着对外开放逐步深入、消费者结构升级，我国文旅产业等现代服务业得到了快速发展，星际酒店、会展中心、剧院等基础设施的大规模建设提供了广阔的市场，同时也对建筑装饰装修提出了更高标准和要求。

### 2.3.2. 家装市场潜力十足，全装修政策逐步推进

近几年来为实现建筑绿色节能，国家推出各项政策大力支持住宅全装修，2016 年末 2017 年初全国各地多省市纷纷落地相关政策响应号召；同时，随着人们对生活品质要求的提高，追求舒适感、美感同时要求个性化，对住宅装修在设计创意、智能化、现代化上提出了更高要求，住宅精装修房成为消费新增长点；房地产商也在去库存压力和利益增长的双重驱动下开发新房全装修。

图 10：住宅装修工程总产值回升

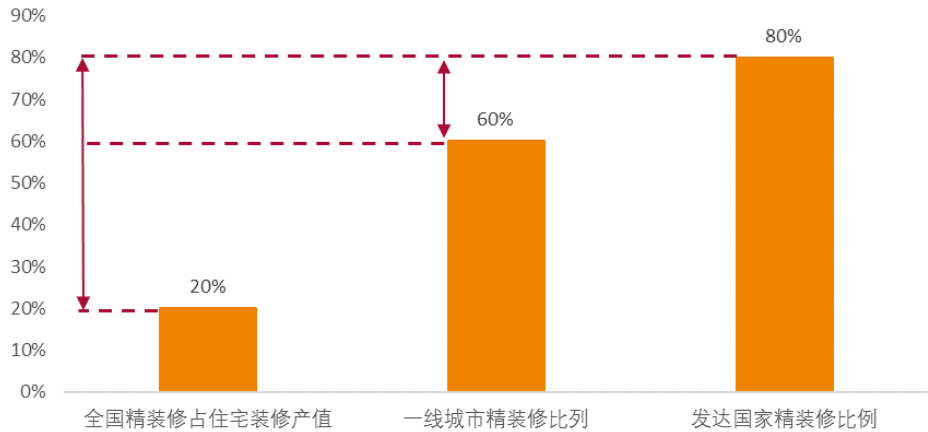


资料来源：《2015 中国建筑业年鉴》，中国建筑装饰协会，天风证券研究所

住宅全装修是未来房地产行业发展的必然趋势。2017 年 5 月 4 日，住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》(以下简称“规划”)，明确指出到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。根据中国建筑装饰协会统计，我国平均住宅全装修比例在 10% 左右，一线城市新房为 50%，但距离欧美、日本等发达国家 80% 的全装修比率仍有较大差距，说明我国全装修市场还有很大的上升空间，未来住宅全装修业务将逐渐从

一线城市拓展至二三线城市。

图 11: 全装修市场增长潜力十足



资料来源: 2016 年度中国建筑装饰行业发展报告, 天风证券研究所

表 1: 全装修政策汇总

序列	日期	省市名称	相关政策
1	2012.5.21	河北	《关于推进新建住房全装修工作的意见》
2	2014.10.31	江苏	省政府《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》
3	2014.12.30	福建	《福建省全装修住宅工程技术规程》
4	2015.5.1	北京	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》
5	2017.3.3		《关于加快发展装配式建筑的实施意见》
6	2015.8.10	辽宁	省政府网站公布《辽宁省绿色建筑行动实施方案》
7	2015.9.6	山东	《山东省房地产业转型升级实施方案》
8	2016.1.4	河南	河南省委、省政府印发《关于加强城市规划建设管理工作的意见》
9	2016.3.23	四川	四川省人民政府《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》
10	2009	上海	《上海市住宅工程套内质量验收规范》
11	2015		《上海市全装修住宅室内装修工程施工图设计文件编制深度规定》
12	2016.8.18		上海市住房和城乡建设管理委员会《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》
13	2017.06(预计)		《居住建筑室内装配式装修设计规程》
14	2016.8.22	江西	《关于推进装配式建筑发展的指导意见》
15	2016.8.29	广西	自助区住建厅等 12 个部门联合印发的《关于大力推广装配式建筑促进我区建筑产业现代化发展的指导意见》
16	2017.2.22		《装配式混凝土建筑全装修工程技术规程》、《装配整体式混凝土建筑结构设计规程》自 2017 年 6 月 1 日起实施
17	2016.4.25		省人大法制委、环资委和省建厅发布《浙江省绿色建筑条例》
18	2016.9.10		浙江省人民政府办公厅《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》
19	2016.9.11	浙江	《关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》(征求意见稿)明确住宅全装修实施时间和范围
20	2016.10.9		浙江省住房和城乡建设厅批准由浙江省建筑装饰行业协会等单位主编的浙江省工程建设标准《全装修住宅室内装饰工程质量验收规范》; 该标准于 2017 年 7 月 1 日起施行
21	2016.12.13		《关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知》
22	2017.4.7	海南	《海南省商品住宅全装修管理办法》编制已初步完成, 2017.4.7 征求试行意见公布; 海南省 2017 年 7 月 1 日(含)后取得施工许可证的商品住宅项目工程实行全装修
23	2017.3.8	湖北	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》

资料来源: 各省政府网站、天风证券研究所



### 2.3.3. “互联网+传统装饰”成行业亮点

政策推动下，“智慧城市”概念持续发酵，物联网作为“智慧城市”的核心技术基础被纳入国家五大战略规划之一，与建筑装饰结合，装饰物联网概念应运而生。各大上市装饰公司纷纷着手布局装饰物联网，提高“传统+智慧”一体化服务业务竞争能力，开发智能一体化产品。目前金螳螂、亚厦股份、广田集团、洪涛股份、奇信股份、东易日盛、洪涛股份、中装新网、名雕股份都纷纷“触网”升级业务。

表 2：上市公司互联网家装品牌名称及特色

公司	品牌名称	特色
金螳螂	金螳螂·家	投资 12.7 亿元打造一站式家装生活服务电商平台，提供全套装修方案。
亚厦股份	蘑菇加	运用虚拟现实技术（VR）+高效设计渲染系统（mBIM），打造以“家”为中心的互联网家装生态圈，提供硬装、软装、智装、家电等一体化的整体家装解决方案。
广田集团	图灵猫 腾讯过家家	打造“图灵猫”智能家居系列产品，为家庭提供智能化整体解决方案；牵手腾讯设立腾讯过家家；借助广田智能平台自主研发抹墙机器人。
东易日盛	速美超级家	以深度互联网获客体系为主、传统家装营销体系为辅的经营模式，已经与天猫、京东、百度等互联网巨头展开合作。
洪涛股份	优装美家	专注于中高端家装、家居、家饰垂直细分领域的一站式家装及小额公装服务平台。
中装新网	优装网	出资 5%，由洪涛股份全面推出城市频道，负责家装及小额公装业务的 PC 端及移动端线上运营推广。
名雕股份	名雕智装	利用 ERP 系统、3D 技术、名雕智装系统以及 VR 技术，结合“名雕智装”，实现家装过程的全流程一体化管理。
奇信股份	奇 π	基于敢为软件的物联网平台再加上奇信智能研发的智慧办公管理平台融合后构筑的新平台，致力于提供“装饰物联网产品与服务解决方案”。

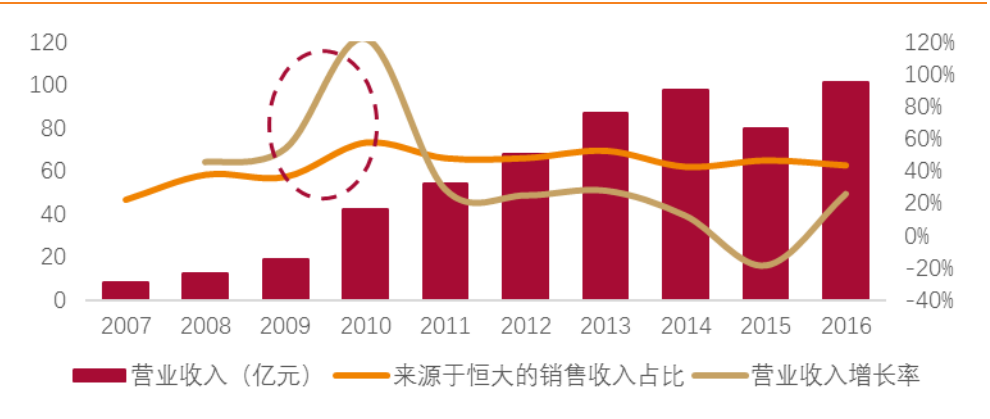
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 公司战略——绑定地产大客户，战略升级，打造装饰物联网第一品牌

### 3.1. 经营思路发生重大转变，深入绑定地产大客户，业绩有望快速提升

目前行业面临市场容量吃紧、竞争加剧的背景下，民企面临两项选择，要么保守发展以求经营质量的稳定，要么在市场下行中积极接单，逆势扩张，但同样需要承担后期回款或运营资本管理难度加大的风险。对于行业内民营企业而言，在建筑行业景气度下降的情况下，大力承接政府项目或结合其他手段逆势扩张是民营企业当下占优策略。如 2010 年，广田集团与恒大正式签订战略框架合作协议，协议约定在协议签订起三年内，恒大地产集团有限公司每年安排 35 亿元装修施工业务给公司，并逐年增加 10 亿元左右装修业务，广田当年报告期内营业收入就同比增加 122.59%。

图 12：广田集团营收及来源于大客户恒大的收入占比情况

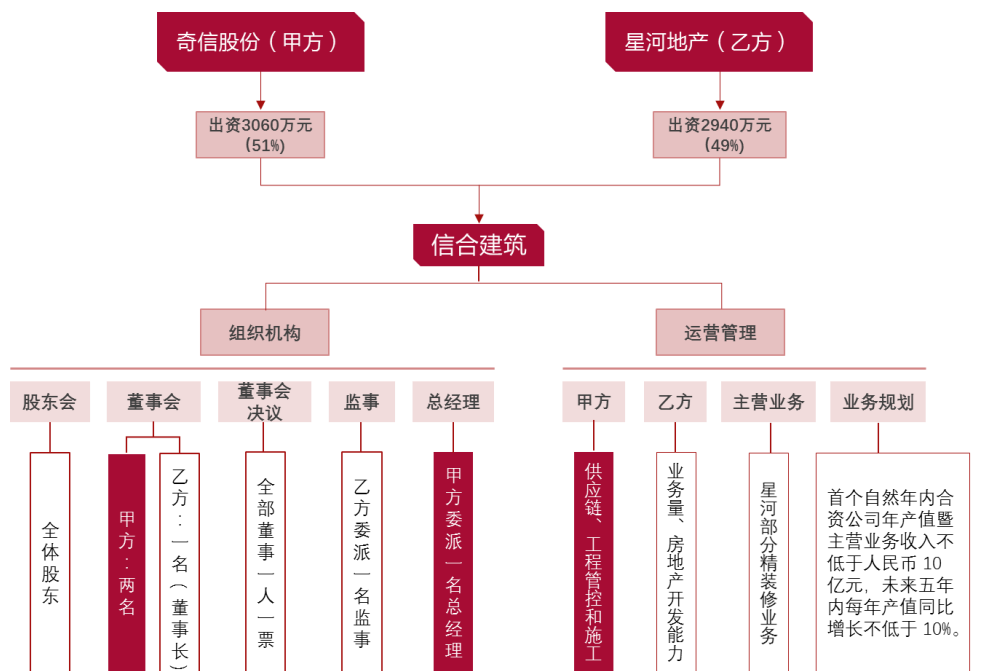


资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来，公司在高端精装领域逐渐形成了较强的竞争优势，巩固现有合作房地产商同时进一步开拓合作方资源引进高端楼盘。受到行业影响，近期公司主动转变经营策略，深入绑定地产大客户，与星河地产合资成立信合建筑承接星河集团精装业务。星河连续五年荣获“中国房地产百强企业”称号，已开发地产业务面积超过 3000 万平方米，据克而瑞地产研究统计，去年该公司销售面积 66.8 万方，排名 147 位。

公司出资 3060 万元与星河地产合资成立信合建筑，奇信股份拥有合资公司 51% 股权，合资公司设立由 3 名董事构成的董事会，其中 2 名董事以及另 1 名总理由奇信集团委任，双方合作有利于发挥双方优势，形成新的增长点。

图 13：合资公司设立情况概览



资料来源：公司公告，天风证券研究所

奇信集团拥有高效的供应链体系和完善的工程管控体系及丰富的工程实施经验，而星河地产拥有稳定且具规模的建筑装饰工程业务量以及专业的房地产开发能力，有利于提高建筑装饰工程项目的经营效率、打造精品项目同时缩短项目周期。双方约定自合资公司成立之日起首个自然年内，合资公司年产值暨主营业务收入不低于人民币 10 亿元，占奇信股份 2016 年营业收入的 30.40%，未来五年内每年产值同比增长不低于 10%，这将对奇信股份并表收入产生积极影响。公司的规模有望得到快速扩张，未来不排除与其他地产商设立类似公司的可能。

此外公司意欲分两步走战略挖掘 PPP 项目机会。一是继续分包业务享受大市场红利；二通过将积极拓展专业总承包业务并向总包资质延伸，再加上公司自身在市政市场口碑，直接承接入库项目，以期打造自身平台。

### 3.2. 奇 π 品牌发布、小 π 机器人首次亮相，打造装饰物联网第一品牌

#### 3.2.1. “装饰物联网”融合传统装饰和智能，实现信息共享

公司在装饰行业率先提出装饰物联网发展战略，是在国际大背景和大趋势下，响应国家互联网经济发展的号角，并基于装饰行业多年的经营总结和沉淀，结合行业发展要素及趋势所作的研判。

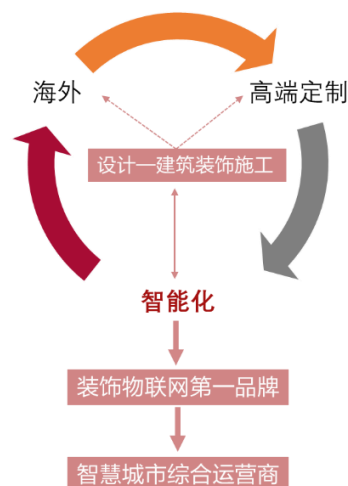
装饰物联网概念透过 TMT 看物联网行业应运而生，从直观上来看，装饰物联网即传统装饰与物联网技术的结合，通过融合传统装修装饰工程与智能系统安装工程，一步到位，缩短工期，避免二次施工。装饰物联网就是在装饰工程中，以互联网为基础，通过智能终端的安装及管理平台的使用，通过建筑内部装饰实现用户与物体、物体与物体、物体与客户，而通过建筑外部装饰实现建筑与建筑之间、建筑与其他外部场景（如车辆交通等）以及人与建筑、人与外部场景之间进行信息交换和通信，使得装饰的功能与这些信息交换和通信更为密切和顺畅。

#### 3.2.2. 抢占装饰物联网业务先机，或引领行业方向逆势上扬

自“互联网+”列入政府工作报告以来，智慧城市作为新一代互联网技术与社会实体的结合概念持续引起市场关注。物联网作为实现物物相通、全面感知、泛在互联的智慧城市建设技术基础，被纳入国家五大新兴战略产业规划。国际智慧城市建设竞赛已拉开序幕，国内数百城市已推出智慧城市试点项目。装饰物联网作为智慧城市感知能力的提升者，在智慧城市的建设过程中具有不可替代的位置。

公司在装饰行业经验丰富，结合物联网生态要素和建筑装饰行业要素，为把握准行业命脉并最终满足用户需求，公司前瞻性的提出了“装饰物联网+”概念并将其上升为公司发展战略，奇信股份通过加强与国内外技术商的交流与合作、推广智能化产品，抢占装饰物联网先机，打造智慧城市平台化核心产品，并逐步向智慧城市网络运营商延伸，拓展公司在智能化领域的盈利空间，或为行业指明新方向，逆势上扬。

图 14：公司主营业务战略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 3.2.3. 增资扩股升级智能化，打造“感知、互联、智慧”装饰物联网

2015 年公司在年度报告中披露“公司将在智能建筑和智能应用领域实施战略布局，打造智慧城市平台化核心产品，并逐步向智慧城市网络运营商延伸，拓展公司在智能化领域的盈利空间。同时公司正在研究与智能建筑及家具相关的互联网、通讯、物联网、温控、太阳能光伏等技术。”2016 年公司不断提高核心应用技术，加大研发智能化中控产品，积极整

合传统装饰和智能化业务，全资子公司奇信智能化在智慧家居、智慧办公、智慧园区、智慧酒店等细分领域的装饰物联网业务得到稳步推进。

图 15：奇信智能化业务板块概览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2017 年 2 月，奇信股份增资扩股引入敢为软件战略投资升级智能化，突破信息共享瓶颈。敢为软件的 iAlarmCenter.Net 物联网共性软件平台基于微内核、可伸缩、全插件、跨平台的系统架构，系统提供从可穿戴设备到大型指挥控制中心、从智慧家居到智慧城市、从低功耗嵌入式设备到云计算平台，构建了完整的物联网软件生态系统，深度满足不同用户的各种需求。增资后奇信股份持有敢为软件 10% 股权，进一步实现装饰物联网战略的深度融合。iAlarmCenter.Net 共性软件平台融入奇信股份装饰物联网技术与业务中，有利于加速公司智慧城市平台化核心产品的打造，构建公司完整的装饰物联网软件生态系统，通过领先的技术解决方案抢占装饰物联网市场先机，从而加速推进奇信股份装饰物联网战略升级。

2017 年 3 月，公司“装饰物联网战略暨奇 π 品牌发布会”在深圳前海国际会议中心成功举办，标志着公司“装饰物联网”元年开启。发布会中小 π 机器人的首次亮相无疑成为最大的亮点，小 π 是奇 π 平台针对于不同版块领域的具象展现，智慧办公之职场超人小 π、智慧家居之贴心管家小 π、智慧园区之园区总管小 π、智慧酒店之商旅王子小 π、智慧城市之未来使者小 π 纷纷各展所长。此次，奇信装饰物联网战略与奇信智能子品牌“奇 π”一同在会上发布，将给建筑装饰行业带来革新的动力。公司欲打造“感知、互联、智慧”装饰物联网，为客户提供定制化方案、体验式服务和极致用户体验，提供系统、全面的“装饰物联网+”产品与服务解决方案。

图 16：奇信股份“装饰物联网战略暨奇 π 品牌发布会”



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 17：奇信股份“装饰物联网战略暨奇 π 品牌发布会”



资料来源：公司年报，天风证券研究所

近日，公司以 82.05 万元对外投资全容电商 60% 股权，构成关联交易。全容电商拥有自主

研发与运营的 B2B 电子商务平台，公司此次投资将有助于公司拓展互联网在建筑装饰领域的应用，深度打造装饰材料产业链一体化平台，助力公司装饰物联网战略的实施。

### 3.3. 多领域投资布局完善产业链，承接多项研发专题快速切入新材料

公司进行多领域投资布局完善产业链，同时积极寻求外延式发展。2016 年奇信股份与国内供应链服务领先者怡亚通合作设立信通供应链，发展上游建筑供应链，解决建筑行业供应商的融资窘境并节约融资成本，优化采购、销售等中间环节，提升行业运营效率；同时有利于公司掌握更多的供应商资源，完善供应商体系，提升议价能力并有效降低采购成本，有利于提升公司盈利水平。

公司积极承担 12 项节能环保型新材料、新工艺和新产品的研究课题，加大新材料的合作研发和应用推广快速切入新材料。2017 年，公司与深圳市前海四海新材料投资基金管理有限公司签署《关于设立产业投资基金之框架协议》，出资人民币 7500 万元与四海新材料成立藤信产业投资基金，力图寻找相关并购标的，加快外延式发展步伐，实现产融良性结合。前海四海新材料具有丰富的新材料行业经验和产业投资背景，有助于加快公司外延式发展步伐，从而促进公司的战略升级。此产业基金重点投资方向包括建筑绿色新材、信息材料、军工新材、新能源材料、汽车材料、化工新材、生态环境材料等及其下游应用领域。在高端定制、装饰物联网业务中公司将充分运用新材料来提升装饰品质及用户体验。

新材料在建筑装饰施工过程中的应用与推广成为行业转型升级的必经之路，公司充分关注到消费升级和大健康背景下消费应用级新材料对建筑装饰行业升级的重要影响。公司正致力于研发甲醛封闭剂，此封闭剂自身不含甲醛和 TVOC 等有害物质，且硬度高、光泽性好，成本低廉，适合各种新旧家具表面涂刷，能够有效封闭甲醛，解决甲醛危害。同时公司还致力于研发各种抗裂、防水施工技术提升装饰品质和用户体验。

表 3：公司技术研发战略发展方向

技术名称	技术特色
甲醛封闭剂的研发	自身不含甲醛和 TVOC 等有害物质，硬度高、光泽性好，成本低廉，适合各种新旧家具表面涂刷，有效封闭甲醛，解决甲醛危害。
超短超细钢纤维抹灰砂浆施工技术	通过添加钢纤维和粉煤灰，制成熔抽型超短超细钢纤维抹灰砂浆，限制砂浆裂缝的开展，从而使脆性的砂浆材料呈现出很高的抗裂性能并能推迟裂缝的出现、使砂浆具有较大的延性和韧性以及优良的抗拉、抗折、抗冲击、耐磨损、抗疲劳等特性。掺加适量的矿质掺合料如粉煤灰时，可等量代换成本较高的水泥，不仅提高了抹灰砂浆的流动性、密实性和后期强度，还可以起到降低成本的作用。
加气混凝土有机硅防水界面剂施工技术	在混凝土界面剂中添加有机硅粉末防水剂取代聚合物胶粉，防止抹灰砂浆水分进入加气混凝土墙体，防水同时保持正常通气功能。
内墙渗透结晶型防水腻子施工技术	通过在腻子中添加水泥基渗透结晶型活性母料、无机粘接剂白水泥和聚酯纤维，通过合理配方使腻子实现透气不透水、实现长期致密和防水效果，并与无机硅酸盐墙体材料相容性良好，满足高耐水性、高耐碱性、高体积稳定性、高耐久性、环保和成本低的高性能建筑腻子要求。
渗透结晶型聚合物水泥防水涂料浆施工技术	加强聚合物防水料浆自身的防水作用，同时可以对基面抹灰砂浆产生长久的防水作用。
一种内墙抗裂构造抹灰层	本专利可以使面层抹灰裂缝较小甚至不开裂。
一种防移位脱落钢筋保护层垫块	本专利可以增加垫块与钢筋的摩阻力，阻止移位的发生。
一种可重复使用的顶板钢筋马凳	本实用新型专利可以在结构浇筑混凝土完成时，将马凳及时抽出并清洗干净，可重复使用，从而节省了大量马凳钢筋，大幅降低了成本。
一种卫生间陶粒混凝土回填层	本专利对陶粒回填层进行改进，大大减少了陶粒混凝土的开裂、变形及卫生间地面的裂缝和渗漏
一种用于内墙的隔热腻子	本施工技术采用喷涂法，满足保温隔热性能要求。
内墙水合盐相变储能保温砂浆施工技术	本施工技术避免相分离和过冷现象的发生，确保了保温砂浆的工作性能。

资料来源：公司年报、天风证券研究所

### 3.4. 标准化、规范化管理结合信息化技术，提高企业运转效率

公司将标准化、规范化的管理作为企业生存和发展的基础，先后通过了 GB/T19001-2008 质量管理体系、GB/T24001-2004 环境管理体系、GB/T28001-2011 职业健康安全管理体系的标准认证，并建立了以经营流程为管理轴心的内部管理制度体系，实现公司从传统管

理向现代化管理的转变。

面对装饰行业企业间激烈的竞争，公司为了提高经营效率和降低成本实施“项目策控管理模式”，有效地明确了各管理环节的职能和岗位职责，做到“事前有计划、过程有监督、中间有控制、结果有总结”，对项目的质量安全、工期进度、材料成本、资源调配等做到有效计划和控制。

图 18：公司“项目策控管理模式”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司为提高信息传递效率，降低公司内部沟通和协调成本，建立了现代化的计算机网络、计算机软硬件设备平台和办公自动化系统，信息化方案的制定和实施，使公司获得了“全国建筑装饰行业信息化先进单位”和“中国建筑装饰行业信息技术应用科学研究院”荣誉称号。同时，公司以成本控制为核心，实施施工项目全方位的信息化管理，通过“四控四管一协调”实现多方网上协作，从而有效控制材料成本和项目管理费用，提高项目管控水平。

2017 年公司将致力于夯实管理基础，提升发展质量和效率。推进“项目运营标准化”、深化“项目策控管理模式”、打造“大集采平台”、落实“责任成本管理”。

### 3.5. 与印度尼西亚 Best&Grow 集团签署战略协议，加速战略落地

随着公司品牌影响力逐年扩大，公司业务营销网络正逐步扩大。公司已在全国各地设立 30 多个分子公司，形成了快速反应、高效协同、全方位服务的市场营销网络体系，覆盖广东、北京、辽宁、山东、山西、陕西、宁夏、甘肃、浙江、安徽、江西、湖南、福建、海南、四川、重庆、贵州、云南、河南、江苏等省市。

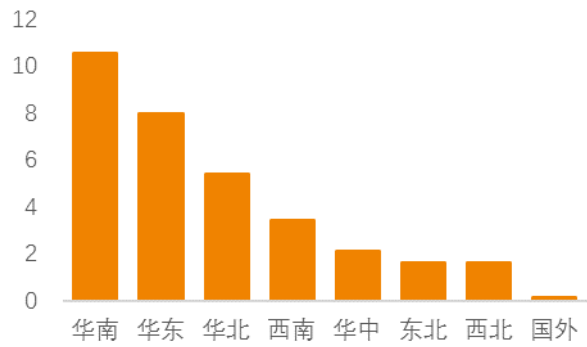
随着国家“一带一路”战略的实施，公司积极实施“走出去”战略，成立了海外事业部，搭建香港奇信、澳门奇信平台，重点开拓东南亚等区域市场，加强海外业务拓展和布局。2016 年，已与赤道几内亚和越南分别签单 4366 万元、6800 万元；2017 年 5 月 13 日奇信股份与印度尼西亚 Best & Grow 集团在北京市以书面方式签订有效期为 5 年的战略合作框架协议。公司积极响应“一带一路”号召，深入探索市场机遇，拓展投资与贸易，加强产业对接与合作，快速实现战略落地。

图 19: 营销网络



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

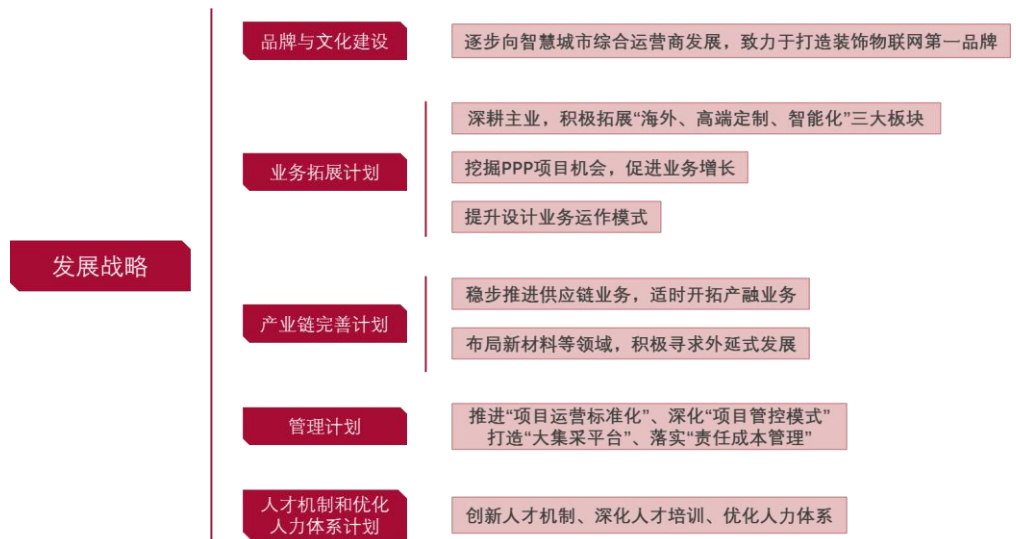
图 20: 2016 年公司业务区域分布情况 (亿)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

总之, 奇信股份在市场下行中, 积极转变经营思路寻求利润新增长点。深耕主业同时, 公司还不断在海外、高端定制、智能化、新材料等多领域深入探索。

图 21: 公司整体发展战略



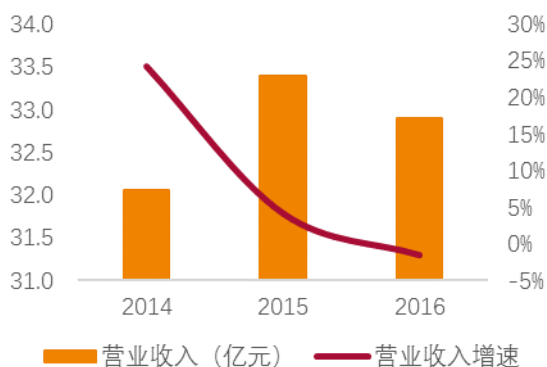
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 4. 公司财务分析

### 4.1. 营业收入小幅下滑, 2017 财务预算预计实现营收 43 亿元

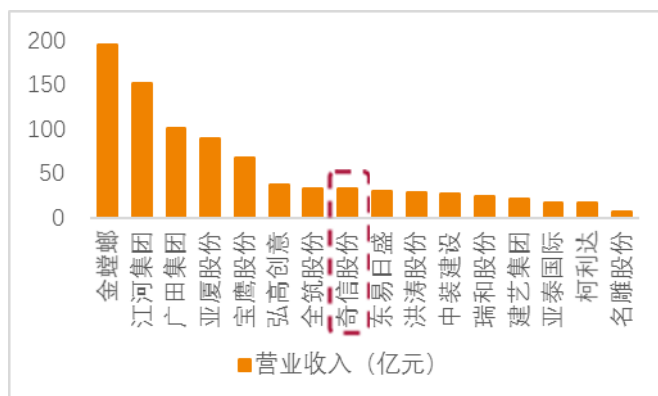
公司营业收入规模在同行业中较小, 近三年营业收入有小幅波动但整体而言较稳定, 2014、2015、2016 年实现营业收入分别为 32.06 亿元、33.40 亿元、32.90 亿元。2015 年同比增长 4.19%, 2016 年同比减少 1.51%, 主要系公司受“营改增”政策变化影响, 原合同收入需价税分离、扣除增值税后计入收入, 导致收入有所降低, 同时传统业务订单和新增领域定位尚未充分释放。

图 22：公司营业收入小幅下滑



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 23：公司收入规模在同行业上市公司中相对较小

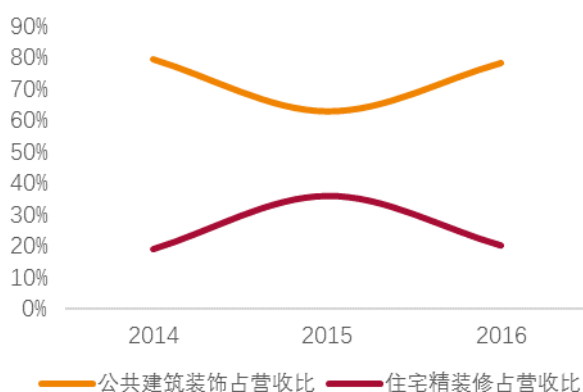


资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司收入主要来源为公司建筑装饰业务，2016 年公司公共建筑装饰营业收入占公司营业收入 78.31%，同比增长 22.14%，增长趋势明显；作为公司主营业务之一的住宅精装修业务，占营业收入比重较为稳定。报告期内，公司成功开拓招商、泛海、金茂等大型房地产开发商资源；2017 年 5 月，公司与星河房地产合资成立合信建筑对公司业绩将产生积极影响，公司在高端楼盘精装修领域竞争力逐渐凸显。

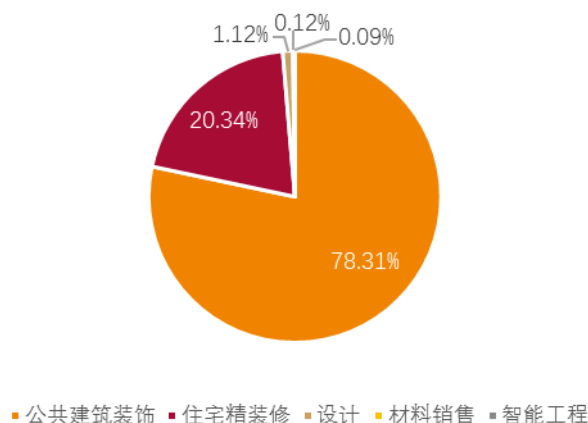
近期公司公布 2017 财务预算报告，预计将实现 43 亿元营业收入、2.25 亿元净利润，分别同比增长 30.71%、40.51%。我们认为在合资公司合信建筑业务推进顺利、公司业务转型升级顺利的条件下，有望实现该目标。

图 24：公共建筑装饰、住宅精装修占营收比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2016 年公司各业务营业收入占比



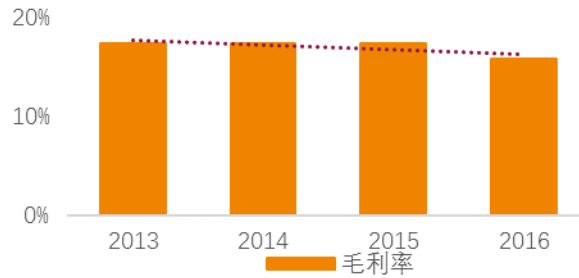
资料来源：公司年报，天风证券研究所

#### 4.2. 整体毛利率稳定，随业务转型升级高毛利有望持续

公司整体业务毛利率较稳定，各项业务毛利率处行业中上水平。主要源于公司利用自身客户资源优势和品牌优势将业务聚焦于毛利率较高的中高端装饰市场，同时延伸产业链发展至“设计”并升级至“装智工程”等毛利率也较高的领域；其次，公司实施科学的项目测控管理模式，从承接订单开始至项目运营、项目建设、售后服务各个阶段都配有监督和管控，从而提高经营效率、降低成本。

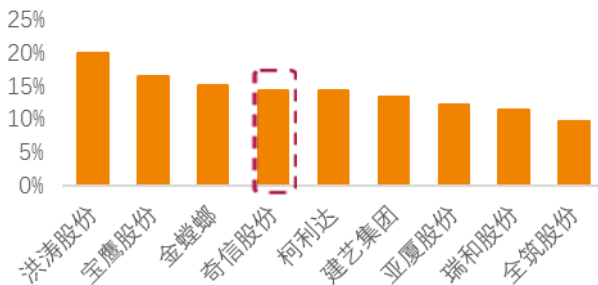


图 26：公司历年毛利率



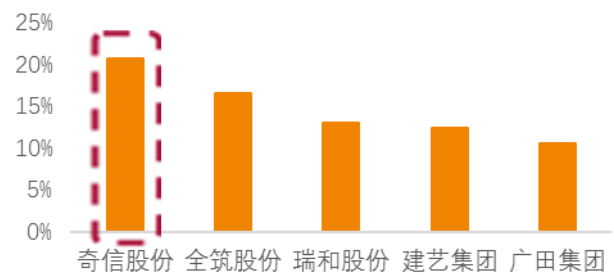
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：2016 年上市公司公共装修毛利率<sup>1</sup>



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：2016 年上市公司住宅装修毛利率<sup>2</sup>

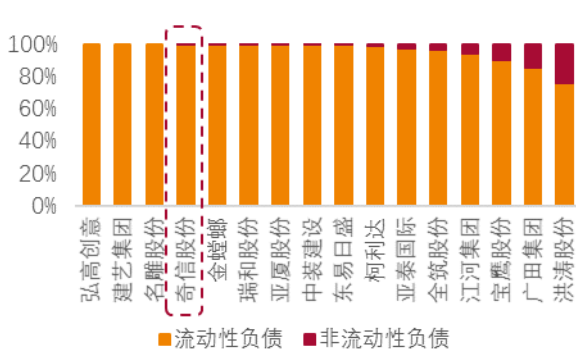


资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 4.3. 流动负债占比大，资产负债率处行业中下水平

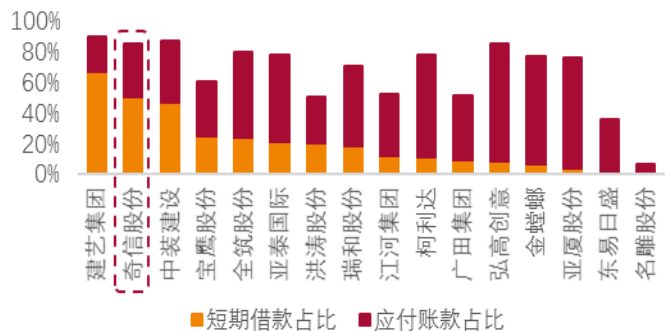
公司流动负债占公司总负债 99%，长期负债占比较少，系行业普遍现象。奇信股份流动负债主要由短期负债和应付账款构成，其中短期借款主要由保证借款和信用借款构成以满足公司经营对流动资金的需求，因此导致公司财务费用率也较高。2015 年公司首次公开上市后，资产负债率逐年降低并呈稳定趋势，新股发行有效改善了公司资本结构，低于同行业平均水平，公司偿债能力较好。

图 29：2016 年上市公司负债占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：2016 年上市公司流动负债占比

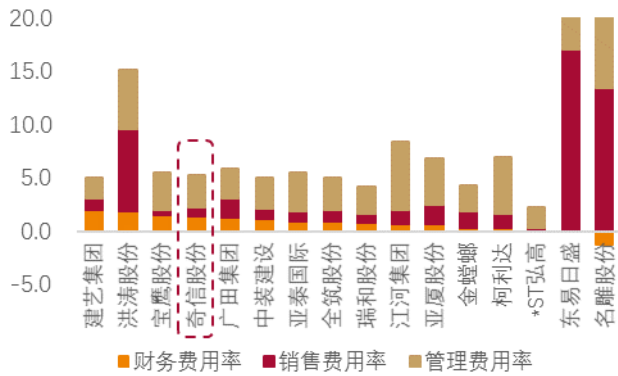


资料来源：wind，天风证券研究所

<sup>1</sup> 公司公装业务与洪涛股份装饰业务、宝鹰股份装饰是施工工程业务、金螳螂装饰业务、亚厦股份建筑装饰工程业务相似，因此将这几家上市公司该项业务毛利率以及柯利达、建艺集团、瑞和股份、全筑股份的公共建筑装饰业务毛利率作为对比项

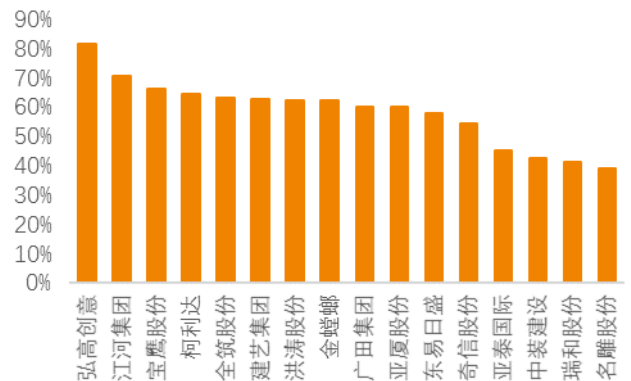
<sup>2</sup> 公司住宅装修业务与广田集团装饰施工业务相似，因此将广田集团装饰施工业务毛利率和全筑股份、瑞和股份、建艺集团、瑞和股份的住宅装修毛利率作为对比项

图 31：2016 年上市公司三项费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：2016 年上市公司资产负债率

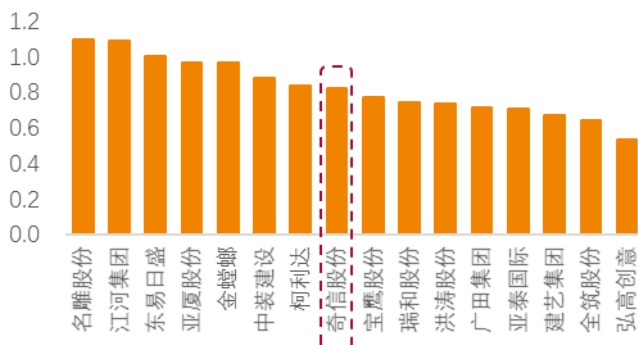


资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4.4. 公司系快速成长期，现金流净额下降

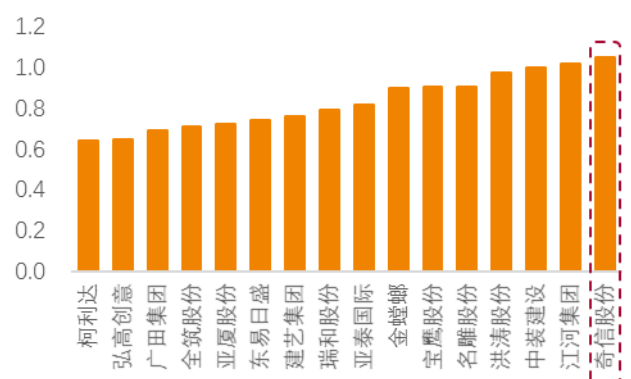
公司不断扩大自身规模和产业链，正处于急需资金的快速成长期，导致公司经营活动现金流量净额不断下降，2016 年降至 -5.23 亿元。尽管公司收现比仍处于行业中处于中上水平，但 2016 年由于宏观经济、固定资产投资增速放缓，以及部分完工后竣工决算办理时间较长导致公司回款速度较去年有所下降；同时付现比在行业上市公司中高位，公司经营活动现金流净额有所下降。

图 33：2016 公司收现比与同行比较



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：2016 公司付现比与同行比较



资料来源：wind，天风证券研究所

### 5. 投资建议

公司深耕主业同时，公司在海外、高端定制、智能化、新材料、供应链上都探索有所探索。借助“一带一路”拓展海外业务；巩固现有合作房地产商同时进一步开拓合作方资源引进高端楼盘；借助互联网实施“智慧+工程”，增资扩股引入敢为软件战略投资升级智能化，致力于打造装饰物联网第一品牌；与前海四海新材料投资基金管理公司成立藤信投资，力图寻找相关并购标的。公司积极需求转变欲逆势扩张。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71、0.96、1.17 元，对应 PE 分别为 39、29、24 倍，维持“买入”评级。

### 6. 风险提示

固定资产投资增速持续下滑；新业务推进不达预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,149.24	661.77	641.51	801.89	962.14	营业收入	3,340.19	3,289.67	4,276.76	5,345.96	6,414.27
应收账款	2,012.38	2,525.84	3,390.35	4,034.59	4,874.13	营业成本	2,760.14	2,771.54	3,583.52	4,463.56	5,349.26
预付账款	46.56	54.49	40.80	90.91	74.13	营业税金及附加	117.47	45.35	58.96	73.70	88.43
存货	133.63	147.02	215.85	236.13	305.53	营业费用	25.61	28.31	36.80	46.00	55.20
其他	26.53	76.38	25.81	71.88	56.85	管理费用	79.74	99.78	129.72	162.15	194.55
<b>流动资产合计</b>	<b>3,368.34</b>	<b>3,465.49</b>	<b>4,314.32</b>	<b>5,235.40</b>	<b>6,272.79</b>	财务费用	52.75	46.78	73.79	98.33	127.54
长期股权投资	0.00	48.72	48.72	48.72	48.72	资产减值损失	99.80	145.42	167.23	192.32	221.17
固定资产	55.59	50.44	38.88	26.95	14.82	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	1.68	1.01	0.60	0.36	投资净收益	0.00	(0.33)	0.38	0.41	0.48
无形资产	18.35	17.73	17.09	16.46	15.82	其他	0.00	0.65	(0.75)	(0.83)	(0.95)
其他	6.58	6.57	4.44	3.31	2.23	<b>营业利润</b>	<b>204.68</b>	<b>152.16</b>	<b>227.11</b>	<b>310.30</b>	<b>378.60</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>80.52</b>	<b>125.14</b>	<b>110.14</b>	<b>96.04</b>	<b>81.95</b>	营业外收入	1.84	7.94	7.94	5.91	7.26
<b>资产总计</b>	<b>3,448.86</b>	<b>3,590.63</b>	<b>4,424.46</b>	<b>5,331.44</b>	<b>6,354.73</b>	营业外支出	0.10	0.27	0.27	0.27	0.27
短期借款	800.00	993.62	1,091.61	1,713.97	1,841.51	<b>利润总额</b>	<b>206.41</b>	<b>159.82</b>	<b>234.78</b>	<b>315.93</b>	<b>385.59</b>
应付账款	895.67	683.23	1,337.25	1,157.03	1,832.43	所得税	76.07	51.07	75.02	100.95	123.21
其他	224.91	281.05	197.09	315.95	279.68	<b>净利润</b>	<b>130.35</b>	<b>108.75</b>	<b>159.76</b>	<b>214.98</b>	<b>262.38</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,920.58</b>	<b>1,957.90</b>	<b>2,625.96</b>	<b>3,186.95</b>	<b>3,953.62</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.93	1.33	7.37	138.38	132.62	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>130.35</b>	<b>108.75</b>	<b>159.76</b>	<b>214.98</b>	<b>262.38</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.58	0.48	0.71	0.96	1.17
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.93</b>	<b>1.33</b>	<b>7.37</b>	<b>138.38</b>	<b>132.62</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,922.51</b>	<b>1,959.23</b>	<b>2,633.33</b>	<b>3,325.33</b>	<b>4,086.25</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	225.00	225.00	225.00	225.00	225.00	营业收入	4.19%	-1.51%	30.01%	25.00%	19.98%
资本公积	706.70	716.02	716.02	716.02	716.02	营业利润	-8.96%	-25.66%	49.26%	36.63%	22.01%
留存收益	1,301.35	1,406.37	1,566.13	1,781.11	2,043.49	归属于母公司净利润	-12.49%	-16.57%	46.90%	34.57%	22.05%
其他	(706.70)	(715.99)	(716.02)	(716.02)	(716.02)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,526.35</b>	<b>1,631.40</b>	<b>1,791.13</b>	<b>2,006.11</b>	<b>2,268.49</b>	毛利率	17.37%	15.75%	16.21%	16.51%	16.60%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,448.86</b>	<b>3,590.63</b>	<b>4,424.46</b>	<b>5,331.44</b>	<b>6,354.73</b>	净利率	3.90%	3.31%	3.74%	4.02%	4.09%
						ROE	8.54%	6.67%	8.92%	10.72%	11.57%
						ROIC	19.17%	11.54%	10.45%	12.39%	11.28%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	55.74%	54.57%	59.52%	62.37%	64.30%
						净负债率	32.27%	-1.76%	16.89%	44.51%	29.58%
						流动比率	1.75	1.77	1.64	1.64	1.59
						速动比率	1.68	1.69	1.56	1.57	1.51
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.77	1.45	1.45	1.44	1.44
						存货周转率	28.87	23.44	23.57	23.66	23.68
						总资产周转率	1.11	0.93	1.07	1.10	1.10
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.58	0.48	0.71	0.96	1.17
						每股经营现金流	-0.64	-2.33	-0.23	-2.20	0.74
						每股净资产	6.78	7.25	7.96	8.92	10.08
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	47.95	57.47	39.13	29.07	23.82
						市净率	4.10	3.83	3.49	3.12	2.76
						EV/EBITDA	29.85	35.92	21.37	17.31	13.99
						EV/EBIT	31.29	38.12	22.28	17.86	14.35

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com